

MURAKÖZY BALÁZS–MURAKÖZY LÁSZLÓ

„Mi változott és mi nem?”<sup>1</sup>

## A lakossági devizahitelek és a hiteles politika

A nemzetközi pénzügyi válság viharos hullámai 2008 októberében elérték Magyarországot. Antal László 2008 tavaszán Debrecenben tartott előadásában mutatta be, hogy a kétezres évek vége felé a gazdaságpolitika legfontosabb feladatát a jelenti, hogy „megküzdjön azokkal a gondokkal, amelyek nélküle nem is léteznének.” Már nem érte meg, hogy a legyengült magyar gazdaság milyen nagy bajba került e viharban. A kormány némi önvizsgálat helyett a „szegény”, „felelőtlen” devizahitelek hősies megmentőjének mezébe bújt. Ha köztünk lett volna a hírnél Antal László, akkor elismerően csettintett volna, hogy ez az igazi magyar politikus, „előbb tudja a választ, mint a kérdést”, s „kimondja a tutit”. De éppen azt tanultuk tőle, hogy nincsenek „tuti” válaszok: sok-sok kérdés van előbb, azután válaszok, s esetleg helyes gazdaságpolitikai tettek is. Vele már nem beszélhetjük meg, nem mondhatjuk el neki, elmondjuk hát mindenkinek.

### KOMPLEXITÁS ÉS VÁLSÁG

Az Egyesült Államokból a világ egészére áttérjedő válság<sup>2</sup> módja és ideje meglepetésszerű volt, de a mögötte húzódó okok sok eleméről már korábban is tudtunk. Sokan szeretnének mindent az emberek és különösen a bankárok rossz jellemére visszavezetni. De ez nem túl meggyőző, hiszen az emberek jelleme évezredek óta nem sokat változott, s bankárok is köztünk vannak már vagy 500 éve. Sokkal inkább a globális világ gazdaság egyre bonyolultabb intézményei, piaci és pénzügyi konstrukciói, szabályozási és gazdaságpolitikai hibái vezetnek ide, s a megoldást is ezek szintjén lehet majd megtalálni, inkább részben, mint egészben csökkentve a jövőbeni kockázatokat.

Olyan komplex és bonyolult – társadalmi, gazdasági, pénzügyi, technológiai, politikai stb. – rendszerek alakultak ki a világban, amelyek összetett természetüknél fogva komoly bizonytalanságokat és veszélyeket hordoznak, hordozhatnak. A növekvő komplexitás hozzájárulhat rendszerhibák kialakulásához. Ahogy „*a komplexitás jellemzi egyre és egyre inkább a piaci intézményeket, és ahogy ez hozzájárul a jövedelmi, jogi és politikai egyenlőtlenségekhez, úgy ez a folyamat aláássa a piaci rendszer legitimitását, és növeli a populista alternatívák veszélyét.*” (Tanzi [2007], 244–245. o.) E komplexitás mibenlétének és veszélyeinek különösen jellegzetes területe a pénzügyi rendszer. Az elmúlt évtizedekben a pénzügyi rendszerek legfőbb jellegzetességei – a növekvő pénzügyi koncentráció és kocká-

1 ANTAL LÁSZLÓ [2007]

2 KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008], 573. o.

zatáthárítás, jelentős és erős nemzetköziesedés stb. – fontos makroökonómiai tendenciákat jeleznek, miközben a jobb vagy kevésbé jó szabályozások döntően a mikroszféra szintjére szorítkoztak és szorítkoznak. Erre figyelmeztetett az IMF már 2004-ben. „*A szabályozásnak és a szabályozás elemeinek sokkal közvetlenebb módon kellene az egész pénzügyi rendszer stabilitását szolgálniuk.*” (IMF [2004], 30. o.)

Az egyéni pénzügyi döntések együttese nemzetgazdasági és globális szinten alig átlátható és felmérhető kockázatokat eredményez. A mostani fejlemények jól mutatják, hogy a gazdasági szereplők pénzügyi kockázatvállalása „*a közpolitika szempontjából külső externáliának számít, mivel az egyének pénzügyileg kockázatos vállalásainál az a költség vagy haszon, amit az egész társadalom számára jelent, külsőleges az egyedi befektető számára. Egy általános pénzügyi válság sokkal több veszteséget jelenthet az egész társadalom számára, mint az egyéni befektetők egyedi veszteségeinek összege.*” (Eatwell, John [2007], 248. o.) Ezt a makroszintű és globális kockázatot kell, kellene a nemzeti, nemzetközi és nemzetek feletti intézményeknek, szabályoknak, szabályrendszereknek kezelniük.

A pénzügyi piacok mind az egyes gazdaságokon belül, mind globálisan egyre összetettebbek, bonyolultabbak, átláthatatlanabbak lettek. A pénzvilág fejlődése az elmúlt évszázadokban innovációk sorozata, amelyek mindig új alapokra helyezték a viszonyokat és a gondokat is, egyben az utóbbiakat elkerülni kívánó szabályozásokat. Sorolhatnánk a példákat a korábbi zavarokra, a 18. század eleji déltengeri buboréktól kezdve – amelyet a részvénytársaságokkal kapcsolatos visszaélések okoztak – az 1980-as évek nagy kockázatú kötvényekkel finanszírozott vállalatfelvásárlásaiig. Gondoljunk csak arra, hogy az arany-pénzrendszer megszűnése átalakította egész világunkat a 20. században. Különösen fontos e kérdéskörben az Egyesült Államok helyzete, mivel élenjáró a pénzpiacok szempontjából, s ami igen lényeges, a pénzügyi innovációk területén is.

Az elmúlt évtizedekben az Egyesült Államok pénzügyi újításainak egyik fontos eleme volt az értékpapírosodás folyamata. Ennek következményeként „*az amerikai pénzügyi közvetítés tulajdonképpen »piacközpontú« lett – az európai (főleg a kontinentálist) még mindig domináló »bankközpontú« rendszerrel szemben. A folyamatban a származtatott termékek piacának exponenciális növekedése játszott kulcsszerepet... a banki eszközök jobban piacosithatók, emellett mérlegből mérlegen kívülre vihetők a banki kötelezettségek (vagy fordítva), és általában is elveszíti a hitelező-adós kapcsolat mind átláthatóságát, mind stabilitását*” (Lámfalussy [2008], 85–86. o.), ekképpen erősítve fel a megbízó-ügynök problémákat.

Az egyre bonyolultabb pénzügyi termékek terjedésével párhuzamosan azonban éppen hogy nem egy ehhez igazodó, innovatívabb szabályozás alakult ki az Egyesült Államokban, hanem az adminisztráció általános gazdaságfilozófiájához igazodóan egy erős dereguláció. Amikor a kormányzati erők ott is a felelőtlen bankárokat csempülik, akkor a kormányzat gazdaságpolitikáját formáló erők felelősségéről se feledkezzünk meg<sup>3</sup> – sem a belső szabályozás elmulasztásában, sőt bizonyos leépítésében, sem a súlyos ikerdeficit, külső egyensúlytalanság kialakulásában. A pénzügyi válságok vissza-visszatérnek, s a pénzügyi innovációk és a globalizációk folyamata realitás, a szabályozásnak kell ezt tudomásul véve igazodnia,

3 Sőt sokasodnak a FED felelősségét elemző vélemények. Ezen kritikák nem újak, de hangjukat korábban elnyomta a likviditás globális és amerikai buzgása.

inkább előbb, mint később. Lámfalussy Sándor nem egészen egy évvel az amerikai jelzáloghitel-válság felszínre kerülése előtt éppen egy ilyen intézményi szabályozást sürgetett, nehogy egy „*elszigetelt válságjelenség rendszerszintű válságba*” (Lámfalussy [2008], 198. o.) alakuljon át. Az út előre vezet a szabályozás területén is, nem hátra.

## HITELTELEN FISKÁLIS POLITIKA

A jelenlegi nehéz pénzügyi helyzetben egy ilyen kis, nyitott gazdaság, mint Magyarország, nagyon jelentéktelen aktor. A hazai szereplők valójában nem okolhatók a nemzetközi pénzügyi turbulencia kialakulásáért, még bankjaink sem, sőt általában azok anyaintézményei sem. Ettől persze még nem kisebbek a gondjaink. A vihar nem nálunk keletkezett, de itt van, s most derül ki, hogy hajónk mennyire erős, stabil, fenntartható. A vihart elszenvedjük, a hajót, a gazdaságot azonban – aminek az erején, stabilitásán múlik, mennyire tudunk ellenállni a külső fenyegetésnek – mi építettük, s ez már rajtunk múlott, a mi felelősségünk. Jó időben, kedvező feltételeknél az út könnyű lehet; nem így most. A szükséges reformok mindig elmaradtak.

Magyarország az ezredforduló utáni gazdaságpolitikájával szembe ment minden általános közgazdasági norma szerinti racionalitással. Az ismert anekdotára gondolva, ez nem bátorságra, hanem egyfajta politikai rövidlátásra és „vakságra” utalt. A nemzetközi likviditásbőség közepette, a szakadék szélén táncolva nem látszott a mélység, s könnyű volt elfordulni az erre figyelmeztetőktől. Antal László 2008 tavaszán Debrecenben tartott előadásában mutatta be: a kétezres évek vége felé a gazdaságpolitika legfontosabb feladatát az jelenti, hogy „*megküzdjön azokkal a gondokkal, amelyek nélküle nem is léteznének*” (Antal [2008]). Ez a magyar gazdaságpolitika négy évtizedének belső tudását nem lepte meg, legfeljebb ismét elkészerítette. Közel egy évtizeddel korábban – éppen az akkori, mainál kisebb, korlátozottabb pénzügyi válságot elemezve – hasonló aggodalmakat fogalmazott meg. „*A nehezen elért stabilitás ebben a régióban igencsak törékenynek bizonyult, s ma újra nyitott a kérdés, képesek-e ezek a gazdaságok fenntartani a stabilitást, vagy újra a húzd meg-ereszd meg fordulatok sorozatára kell számítanunk, azaz arra, hogy a gazdaságpolitika végeredményben a saját maga keltette ciklus csillapításával lesz elfoglalva.*” (Antal [1999], 9. o.)

A magyar fiskális- és jövedelempolitika az évtizedek óta érlelődő, halogatott, egyben a hosszú távú fenntartható fejlődés megvalósításához is egyre elkerülhetetlenebbnek tűnő reformok megvalósítása helyett rövid távú érdekek mentén mozgott. A fogolydilemmában mindenki rövid távú, egyéni érdekei szerint döntött, csak éppen az ország stabilitása és növekedése került mindig a háttérbe. Így esnek bele a foglyok a saját „dilemmájukba”. Mind ezt – évtizedes szokásainknak megfelelően – felelőtlen állami eladósodással fedeztük. A reformokat elodáztuk, ami egyre jobban veszélyeztette és veszélyezteti a növekedés hosszú távú fenntarthatóságát. Ehhez párosultak a rossz gazdaságpolitikai döntések, amelyek rövid távon is megingatták a magyar gazdaság helyzetét.

Persze, mindebben a felelőtlenségben komoly szerepet játszott az a konstruált valóság, amelyben a magyar lakosság és a döntéshozók remekül érezték magukat. Ebbe a szekértáborok közötti világba alig-alig szivárognak be külföldi hírek. A hazai gazdaságpolitikára érkező, külföldi reakciókat is olyan módon szűri meg és „értelmezi” a sajtó, hogy az egyszerű olvasóknak egyáltalán nem világos, mi ezeknek a valóságalapja vagy a súlya. Antal

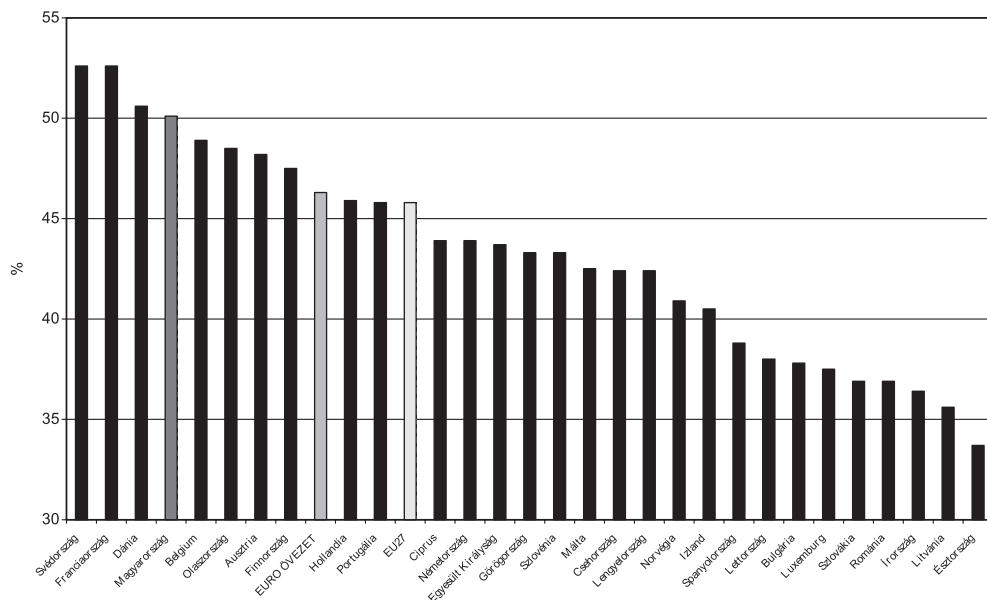
László ilyen nehéz körülmények között volt a magyar reform „lelkiismerete” évtizedekig. A mai nehéz és romló helyzet mutatja, mennyire igaza volt. Emiatt egyébként sokszor és sokan nehezen tudtak a szemébe nézni. Számtalanszor és számtalan példán keresztül mutatta be a fiskális politika felelőtlenségét és hiteltelenségét. A mostani „kemény” kormányzati fellépés a lakossági devizahitelt felvevők védelmében ismét egy tipikus esettanulmány lehet a lényeg-  
get elfedni kívánó látszatmozgások tárházában.

Ha csak néhány munkája címét soroljuk, érzékelhetjük Antal László harcát és annak terepét, az elmúlt évtizedek magyar vergődését. „*Fejlődés kitérővel*” (1979), „*Gazdaságirányítási és pénzügyi rendszerünk a reform útján*” (1985), „*Hogy többé ne ismétlődhesen meg*” (1988)], „*Nemzetközi pénzügyi válság és a hazai gazdaságpolitikai dilemmák*” (1999), „*Fenntartható-e a fenntartható növekedés?*” (2004), „*Mi változott és mi nem? Reformhullámok és stagnáló szakaszok változása Magyarországon*” (2007), „*Reformok – várakozások – determinációk*” (2008).

E folyamatokat jól illusztrálja a magyar költségvetés 2000 és 2006 közötti elemzése is. „*A politikai döntésektől közvetlenül nem függő hatások nagyjából inkább javították az egyensúlyt (elsősorban a nemzetközi kamatok, s a bérhányad növekedése a magánszektorban), ezért elmondhatjuk, hogy a deficit növekedését a gazdaságpolitika által kontrollálható döntések okozták... Ennek a mindent átfogó költségvetés-politikai lazaságnak a következtében a GDP 66%-ára emelkedett az adósságállomány nagysága, miközben a számításaink alapján adódó alapszcenárió szerint csupán a GDP 36,9 %-ára rúgott volna 2006-ban.*” (Ohnsorge-Szabó László–Romhányi Balázs [2007], 265. o.)

1. ábra

### Államháztartási kiadások a GDP százalékában 2007



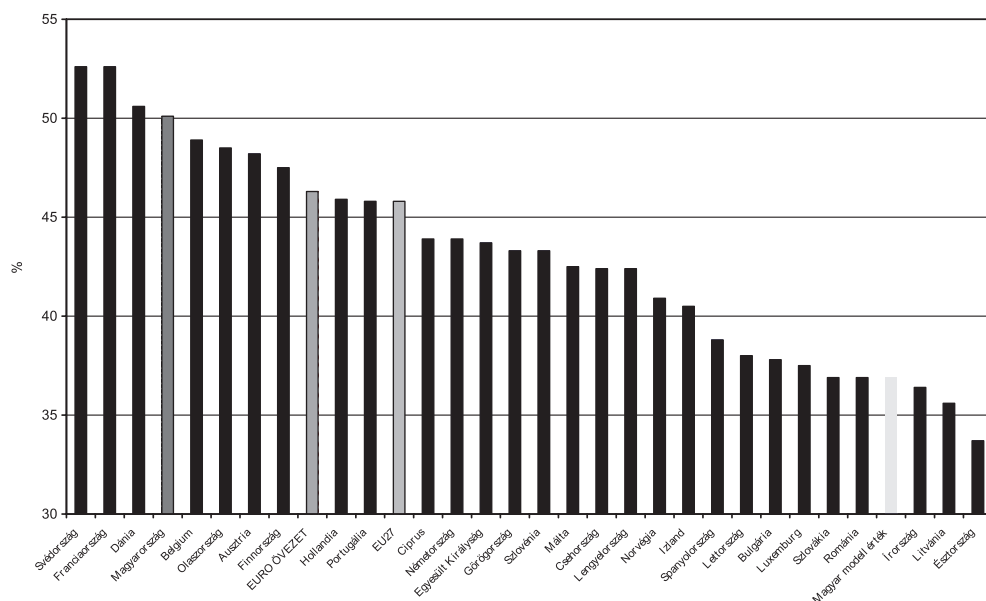
Forrás: Eurostat [2008], 169. o.

Az 1. ábra jól mutatja, hogy ezt a rossz makropályát követve, Magyarországon az államháztartás kiadásai nemzetközi mércével nézve még mindig igen magasak, meghaladják a GDP felét. Eközben az állam nemzetközi mércével egyáltalán nem alacsony bevételei képelenek lépést tartani a túlsúlyos szerepvállalással, s ez tartósan magas hiányhoz vezet. Az elmúlt évek hiánycsökkentése mindenképpen üdvözlendő, de aggodalomra ad okot, hogy emögött nem strukturális megújulás, hanem erős restriktció, s részben a bevételek növekedése áll. A 2008 novemberében formálódó, válságkezelő kormányzati tervek kiadást csökkentő, további radikális megszorításai nehezen tartósulhatnak. Más lépések ugyanakkor az államadósságot növelhetik.

Az 2007-re kialakult, a GDP kétharmadára rúgó államadósság az egyik legnagyobb Európában, ahogy a 2. ábrán is láthatjuk. Ha a korábban jelzett modellszámítás szerinti 36,9%-os államadósságot tekintjük, akkor – ahogyan a 2. ábrán szintén érzékelhetjük – gyökeresen más lenne az elhelyezkedésünk, a helyzetünk.

2. ábra

**Az államadósság GDP-hez viszonyított nagysága  
2007**



Forrás: Eurostat [2008], 181. o. és Ohnsorge-Szabó László–Romhányi Balázs [2007], 265. o.

A kormányzati politikában a tettek és szavak teljes kettéválása a belső és külső bizalom minimálisra csökkenését eredményezte. A 2006 nyarán bevezetett restriktció ismét csak a jövedelemeloszlás arányait érintették, nem a mélyebb folyamatokat.<sup>4</sup> A reformoknak mondott megszorítások csak az ellenérzéseket növelték. A kikényszerített, átfogó stratégiát

<sup>4</sup> A reform újraelosztási hatása azonban koránt sem volt semleges, és nem is a peremen lévőknek kedvezett: I. KOLOSI-TÓTH (szerk.) [2008]

és jövőképet nélkülöző restrikcio valójában tüneti kezelést jelentett. Így érthető, hogy a *„megkésétt, de most már valóban igen kemény restrikcio hatására, a gazdaságpolitikuskok és szakértők nagyobb részének várakozásaival ellentétben, a piac nem nyugodott meg. Mi több, a forint gyengült, kifejezve az elégedetlenséget az inkább átmeneti javulást eredményező, bevételnövelő intézkedéseken alapuló kiigazítási program és a reformok elmaradása miatt.”* (Antal [2007], 77. o.)

A felelőtlen fiskális politika, bár formailag tiszteletben tartotta a monetáris politika függetlenségét, jelentősen behatárolta annak mozgásterét. A tartós államháztartási hiány finanszírozása jelentős részben a nemzetközi pénzügyi piacokról történhetett. Persze, a növekvő külföldi adósságnak jelentős eleme a magánadósság is, de ez a mozzanat sem független a kormány gazdaságpolitikájától. A nemzeti banknak, a kamat- és az árfolyam-politikának mindezeket is figyelembe kellett vennie. A költsékes fiskális politika egyebek mellett nehezítette az infláció csökkenését is. Az osztogató, paternalista állam, a szociális és jóléti ellátások kusza rendszere nem segítette az egyéni felelősség kiterjedését, az öngondoskodás, a lakossági megtakarítások erősödését. Sőt, 2001 után a középosztályt segítő lakástámogatási rendszer beindítása szerepet játszott a lakosság fokozódó eladósodásában. A gazdaságpolitika generálta jelentős államháztartási hiány és a számottevő infláció magas forintkamatokat eredményezett, ami – egyéni szinten érthetően – a kedvezőbb devizahitelek felé terelte az állampolgárokat.

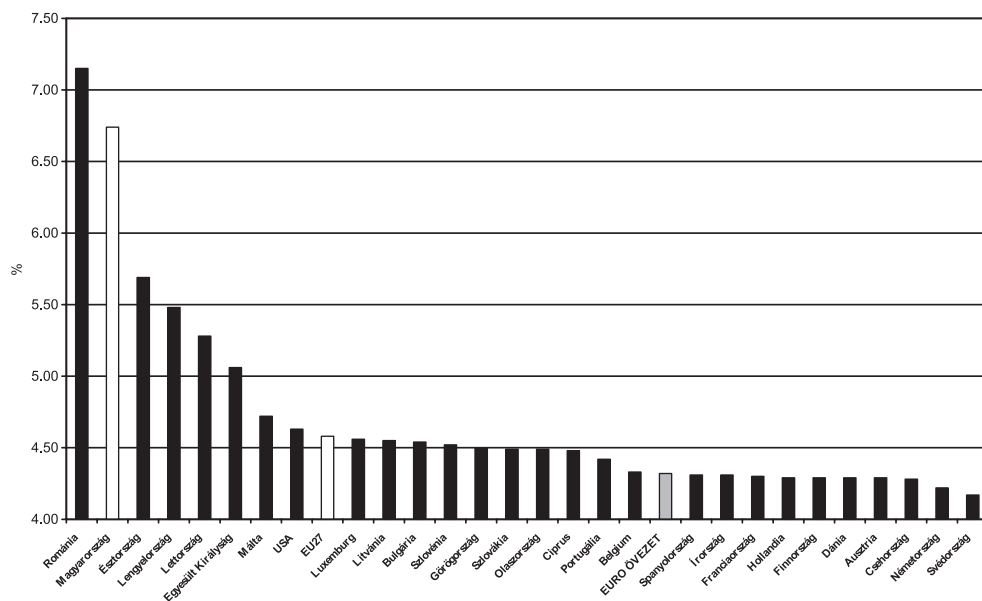
2008 őszén egy legyengült és eladósodott magyar gazdaságot ért el a nemzetközi pénzügyi vihar. Míg ez utóbbi nélkülünk és tőlünk távol keletkezett, addig az ország helyzetéért nem háríthatjuk másra a felelősséget. A transzformációs válság messze tűnt már, a rendszerváltás lezajlott, számtalan lehetőséget elszalasztott a felelőtlen politikai elit, többek között a szükséges reformok végrehajtását és az euro bevezetését. A sok „következmény nélkülség”, az „átevickélés” eredményét most igazán érezhetjük, kiemelt nemzetközi figyelemtől övezve. És közben igencsak örülhetünk, hogy a válság nem két évvel korábban tört ki – akkor bizony az első hullámokba belefulladt volna az ereje teljében dübörgő pannon puma.

## A LAKOSSÁGI DEVIZAADÓSSÁG – OKOK ÉS KOCKÁZATOK

Az előzőekben jelzett, fiskális politikai kalandozások nemcsak a belső bizalmat rombolták, hanem azok nemzetközi megítélése is igen kedvezőtlen volt és maradt, amin érdemben a 2006-os megszorítások sem javítottak. A világpiac értékelését jól érzékelteti a kamatok alakulása; s egy gazdaság jövőjével kapcsolatos várakozások alakítják a hosszú távú kamatokat. Ezek nemzetközi alakulását mutatja be a 3. ábra 2007-re. Románia, Magyarország, Észtország, Lengyelország és Lettország áll az élen a magas kamatlábakkal, vagyis ezen országok iránt viszonylag kicsi a bizalom, ami kockázati felárban ölt testet. A válság terjedésével a befektetők kockázathoz való viszonyának radikális változása tovább növelte a bizonytalannak tekintett államok kamatfelárát.

3. ábra

**A hosszú távú kamatlábak alakulása (GMU-követelmény szerint)  
2007**



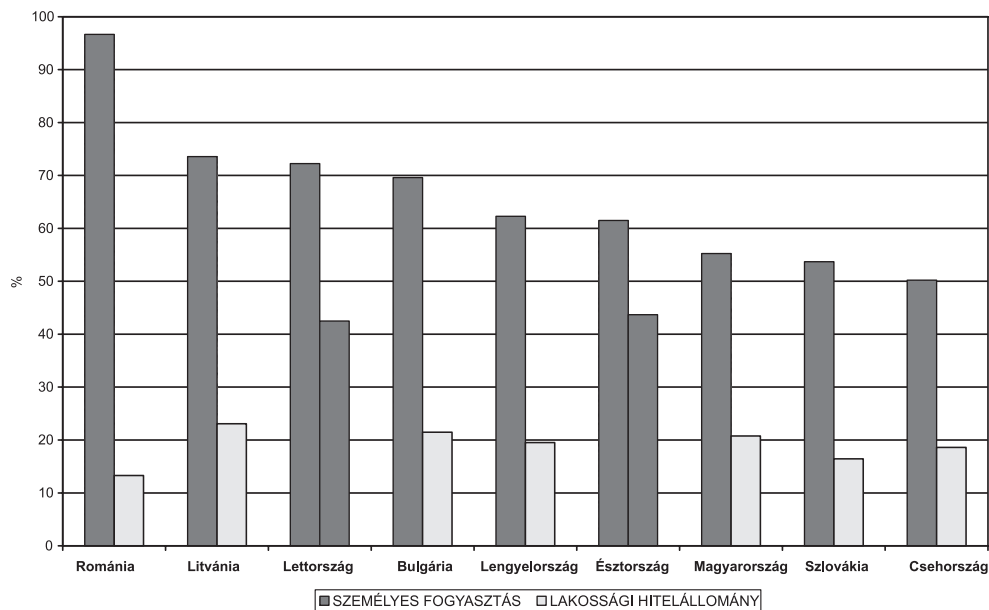
Forrás: Eurostat [2008], 186. o.

Magyarország devizaadósságának számottevő része államadósság, de az elmúlt években már nagyobb részt tesz ki a magánadósság. A jelentős arányt kitevő lakossági és vállalati devizaadósság keletkezésében is döntő volt a fiskális politika okozta belső gazdasági környezet, amikor is a magas hazai kamatok miatt sokkal kedvezőbbnek tűnt a stabilabb valutákban való hitelfelvétel; ugyanakkor és ugyanezért a lakossági megtakarítások viszont belföldi tranzakciókban realizálódtak, többek között magyar állampapírok vételében.

Az államadósság területén talán könnyebb a nemzetközi „mentés”, mint a lakoságnál. Egyszerűbb egy kormányt „megfegyverezni” kívülről, még ha ez egy közismerten megbízhatatlan szereplő is, mint sok millió állampolgárt külön-külön. A nemzetközi pénzvilág jobban bízik egy erős kormányban, annak képességében, hogy a belső bankrendszert, s a háztartási és vállalati adókat segíteni tudja a válságban, mint egy gyengében. Ezért a magyar állam külső megsegítése javíthat az ország magán hiteleseinek helyzetén is. Ez persze nem menti a kormányzat felelősségét.

4. ábra

**A lakosság személyes fogyasztása és hitelállománya a GDP százalékában  
2007. I. félév**



Forrás: MNB [2008a], 25. o.

A mai gyorsan változó nemzetközi pénzügyi környezetben az egyik – a kormányzat oldaláról is – sokat emlegetett kérdés a lakosság devizában való eladósodása, s ennek az egyéni és aggregált kockázata. A korábbiakban is bemutattuk, hogy Magyarország meggyengülése döntően a kormányzatok hibájából következett be, s a pénzügyi turbulencia ezért tudja ennyire megrázni. Hatalmas állami kiadások, jelentős államháztartási deficit, növekvő és súlyos államadósság, s mindezek következtében lassan csökkenő infláció és magas kamatok jellemzik a magyar lakosság hazai környezetét. Ma sokkal több szó esik a hivatalos közbeszédben a lakosság személyes szükségleteinek (lakás, autó, tartós fogyasztási cikkek, karácsonyi ajándékok stb.) kielégítése miatti „felelőtlen”, devizában való eladósodásáról, mint az ide vezető gazdaságpolitikáról, közösségi fogyasztásról, permanens túlelosztásról és a vissza-visszatérő sikerpropaganda alaptalanságáról. Pedig ha a tényeket nézzük, akkor magyar lakosság még mindig nem ette meg az „aranytojást tojó tyúkot”, legalábbis nem külön-külön, személyes fogyasztása részeként. És egyébként is, mi más lenne a gazdaságpolitika feladata, mint az emberek racionális viselkedését feltételezni, és olyan módon befolyásolni a makromutatókat, hogy az egyéni döntések összessége ne sodorhassa veszélybe a közösséget?

A 4. ábrából jól érzékelhető, hogy 2007 közepén a hasonló cipőben járó országokhoz képest a személyes fogyasztás szintje viszonylag mérsékelt, a GDP 55%-a. Még az osztogató időszakban, 2003-ban is csak a GDP 59%-át tette ki.<sup>5</sup> Persze, az is tény, hogy az állami

<sup>5</sup> MNB [2008a], 25. o.



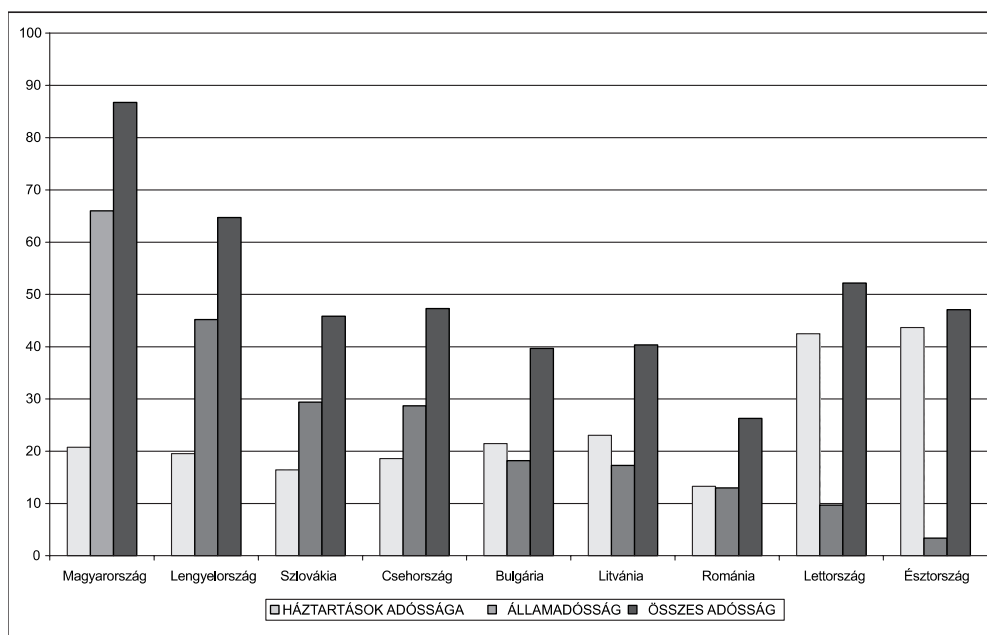
túlfogyasztás évtizedeken átnyúló magyar hagyomány. A lakossági eladósodás is csak a GDP egy-ötödét teszi ki 2007-ben. Ez utóbbi növekedése ugyan igen dinamikus, akárcsak az ábrán szereplő többi országban is, 2000-ben még csak a GDP 4,4%-a, s 2003-ban a GDP 12,4%-a volt<sup>6</sup>, de szintje még most sem túl magas az új EU-tagállamokat tekintve sem. A lakossági eladósodás persze együtt jár a pénzügyi szektor fejlődésével; lehetővé teszi, hogy az emberek kisimítsák fogyasztásukat.

A nyugat-európai országokhoz – például Franciaországhoz, Spanyolországhoz vagy az Egyesült Királysághoz képest – pedig még mindig kimondottan alacsonynak tekinthető a magyar háztartások eladósodottsága, bár a jövedelemhez viszonyított törlesztési teher már közelít az ottani értékekhez.<sup>7</sup> A háztartások hitelállományának a GDP-hez viszonyított, átlagos szintje az utóbbi években az eurozóna tagállamaiban 60% körül mozog. Értéke növekvő, mivel ennek nagysága 2002-ben ugyanitt még csak a GDP felét tette ki.<sup>8</sup>

Ahogy az 5. ábra érzékelteti, Magyarország összességében is az egyik leginkább eladósodott gazdaság a térségben, ahogyan a sokat emlegetett államadósságot tekintve. A maastrichti kritériumok miatt ez utóbbi volt az elmúlt években a figyelem előterében, de a közelmúlt fejleményei – például a balti államokban és Bulgáriában – megmutatták, hogy a külföldről finanszírozott, mértéktelen személyes fogyasztásnövekedés és lakossági eladósodás ugyancsak jelentős pénzügyi egyensúlytalanságokat eredményezhet. Az euro feltételrendszerének meghatározásánál, a piaci erők szabályozásában és az egyének racionalitásában bízva, a magánadósságokat figyelmen kívül hagyták, csak az államra figyeltek.

5. ábra

### Államadósság és lakossági hitelállomány a GDP százalékában



Forrás: MNB [2008a] 25. o. és Eurostat [2008] 181. o.

6 MNB [2008a], 25. o.

7 HOLLÓ DÁNIEL [2007], 23. o.

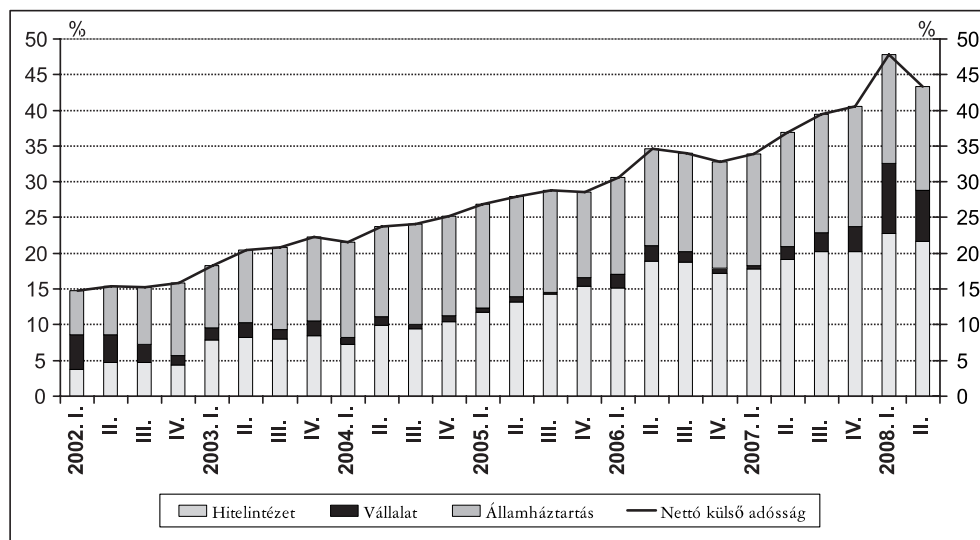
8 MNB [2008c], 57. o.

Az új tagországoknál a háztartások azonban sokszor „másképpen” viselkednek, mint az évszázados piaci hagyományokkal rendelkező gazdaságokban. A térség egyes országainak hagyományai és „belső, konstruált” valóságai új kihívásokat eredményeznek az egyensúlyi növekedés „őrei” számára. E jelenségek újabb kérdőjeleket vetnek fel a maastrichti kritériumokkal kapcsolatban. A maastrichti szemlélet bizonyos „csőlátáshoz” vezethet és vezetett. A maastrichti kritériumok esetleges teljesítése esetén el kellett volna nézni például a folyó fizetési mérlegek riasztó alakulását, ami – főként kicsi, nyitott gazdaságokban – „ösidők óta” a fenntarthatatlan növekedés „vészcsengője”. De a maastrichti kritériumokban ez nem szerepel!

Persze, a magas magyar államadósság is okkal és joggal keltett rosszallást, hiszen nagyon kedvezőtlen folyamatok eredményeként alakult így. Ezek a folyamatok járultak hozzá ahhoz, hogy a magas hazai kamatszint kialakulásával az állam „kiszorította” a lakosságot a forint-hitelek piacáról, ami veszélybe sodorta az ország külső finanszírozhatóságát. Magyarország külső nettó adóssága 2002 és 2008 között, ahogy a 6. ábrán is látható, megháromszorozódott, a GDP 15 százalékáról 45 százalékra nőtt. Ezen belül fokozatosan nőtt a pénzüintézetek, s ezen keresztül a háztartások külső adóssága, valamint 2008-ban a vállalati szféráé is.

6. ábra

### A GDP-arányos nettó külső adósság



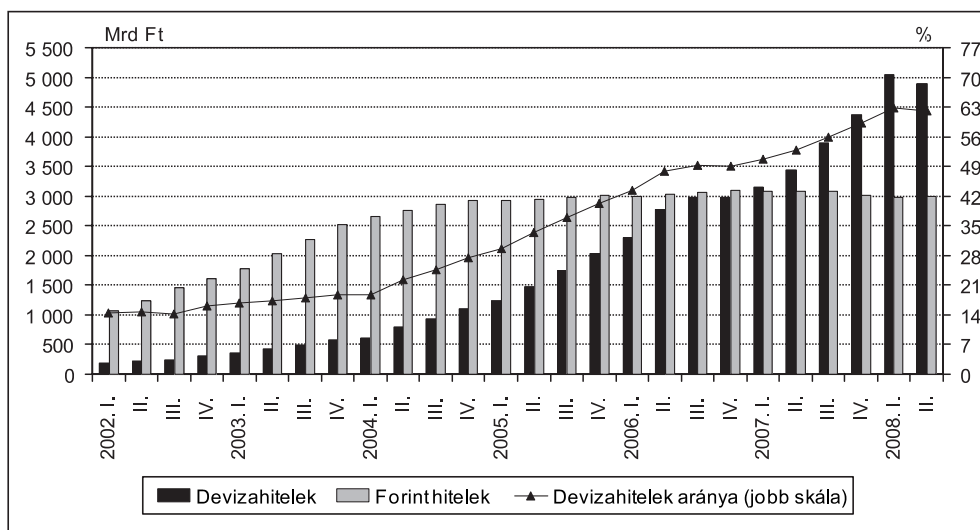
Forrás: MNB [2008c], 53. o

Az államháztartás külső finanszírozási igénye 2002-ben a GDP 6 százaléka körül volt, s ez 3 év alatt közel két és félszeresére, a GDP 14 százalékára emelkedett. Ekkor, 2005 végén haladta meg ezt a hitelintézeti szféra külső adóssága. Az állami túlköltekezés terheinek nagy részét a belső megtakarítások fedezik, ugyanis az állampapírok közel háromnegyede

belföldi kézben van. 2008-ban az „állampapír-portfólióban a külföldiek részaránya június végén 27 százalék volt, jellemzően az államkötvény befektetéseket preferálták. A hazai állampapír-befektetők között két nagy szektort lehet azonosítani, a hitelintézeteket és pénzügyi alapokat, valamint a biztosítókat, nyugdíjpénztárakat. Összesen ők adták a hazai állampapír tulajdonosok közel 73 százalékát június végén.”<sup>9</sup> A háztartások belföldi pénzintézeti megtakarításai, nyugdíjpénztári befizetései és biztosításai ellentételezik az állam túlköltekezését, s jelenleg ők is viselik az állampapír-portfólión keletkező veszteséget.<sup>10</sup>

7. ábra

### A háztartások hiteleinek denominációs szerkezete



Forrás: MNB [2008c] 58. o.

Az elmúlt három évben a lakosság forintban való hitelfelvétele nominálisan nézve szinten maradt, a valutában való pedig fokozatosan emelkedett. Témánk szempontjából jellemző, hogy a forint hitel-felvétel nominális változatlanúságát is csupán az biztosította, hogy az állam általa fontosnak tartott csoportoknak jelentős támogatást nyújtott a forintban denominált lakáshitelekre. A „felelős” forintadósok túlnyomó többsége csak azért választotta a hazai valutát, mert így az adófizetők vásárolták meg neki lakása egy részét. Az elmúlt két évben a devizahitel-felvétel meghaladta a hazai valutában denominált hitelek növekedését. Ugyanakkor a lakosság összességében többet takarít meg, mint amennyi hitelt felvesz, tehát nettó megtakarító. A jelzett okok s az ezekből fakadó kamatkülönbségek miatt vált ketté a belföldi megtakarítás és a külföldi hitelfelvétel. A 7. ábrán jól látható a

<sup>9</sup> MNB [2008c], 34. o.

<sup>10</sup> „A hozamemelkedések piaci alapon leértékelték az állampapír tulajdonosok portfólióit... Az állampapír-portfóliókat közvetlenül vagy különböző befektetési csatornákon közvetve birtokló befektetők jelentős veszteségeket szenvedtek el.” (MNB [2008c], 35. o.)

devizahitelek részarányának növekedése a lakossági hiteleken belül. A lakossági hitelek legjelentősebb tétele a lakásvásárlásokhoz kapcsolódik, kisebb részben autóvásárláshoz és szabad felhasználáshoz. Fontos elem, hogy a hitelek több mint 60 százaléka jelzálog-fedezettel rendelkezik.<sup>11</sup>

A devizahitelek növekvő részaránya nyilván érzékenyebbé teszi a hitelfelvevőket az árfolyamváltozásokra. A részletesebb vizsgálatok rámutatnak erre és más kockázati tényezőkre is. *„A sokk nélküli esetben a háztartásoknak kb. 2,2–4,2 százaléka tekinthető veszélyeztetettnek, ők birtokolják azonban a portfólió 5,7–12,9 százalékát. A legszélsőségesebb forgatókönyv esetén (500 bázispontos forintkamat-emelkedés, 30 százalékos árfolyam-leértékelődés) a kockázatos háztartások részaránya közel duplájára nő, míg a birtokukban levő kockázatos hitelállomány a sokk nélküli állapothoz képest kb. 6-10 százalékponttal emelkedik... a foglalkoztatás csökkenése és a kockázatiprémium-sokk egyidejű bekövetkezése várhatóan 8,6 és 12 százalékpont közötti mértékben növelné a kockázatos hitelállomány arányát, így a kockázatos hitelállomány várhatóan 14,3 és 24,9 között alakulna.”*<sup>12</sup>

Az idézett elemzés szerint még a „legrosszabb” forgatókönyv szerinti helyzetet is biztonságosan tudná kezelni mind a magyar bankrendszer egésze, mind az egyes bankok. Már csak azért is, mivel *„a nemzetközi szinten konzervatív ingatlanérték-arányos finanszírozási hányad következtében a fedezetként bevont ingatlan értékesítésével a hitelezési veszteségek számottevően csökkenthetők.”*<sup>13</sup> Szerencsés emellett, hogy nálunk nem alakult ki ingatlan-buborék, nem úgy, mint Romániában, Lengyelországban és Oroszországban, s mint korábban az Egyesült Államokban. A magyar helyzet ebben is alapvetően más, mint a válságot kirobbantó Egyesült Államoké. De még inkább számítani lehet arra, hogy az adósok – kritikus helyzetben – maguk tesznek további erőfeszítéseket a hitelek fizetésére, hogy elkerüljék a jelzálogok elárverezését. 2008 első felében még nem mutatkozott lényeges változás a visszafizetési, törlesztési arányban, a 90 napon túli lejárt követelések aránya 2,5 százalék, s jobb, mint a vállalati hitelek 3-4 százalékos értéke.<sup>14</sup>

A jelen viharai azt is mutatják, hogy az említett elemzésben jelzett „legrosszabb” eset esetleg nem is a legrosszabb eset – egy valutaválság legalább 40-50 százalékos leértékelődéshez vezetne, vagy még rosszabbhoz. Egy ilyen forgatókönyv bekövetkezte igen-igen súlyosan hatna a magyar gazdaság minden szereplőjére. Ezt mindenképpen el kellene kerülni – de talán még most sem eléggé világos mindenki számára az ilyen katasztrófa veszélye. Magyarországon évekig senki sem készült fel arra, hogy a rossz állapotban lévő gazdaságból valóban baj lehet.

Az elmúlt évek áttekintése azt mutatja, hogy a lakosság egésze racionálisabb és mértéktartóbb gazdasági magatartást követett, mint állama. Összességében nettó megtakarító, a felvett hitelek zöme mögött vagyont és vagyonnövekedés áll (lakás, autó), ami fedezetet is jelent. Az adósok elsöprő többsége rendszeresen teljesíti kötelezettségeit. A gazdasági, társadalmi, kormányzati környezet „teremtette” világ persze ilyen vagy olyan döntési peremfeltevéleket jelent. Nem véletlen, hogy míg Magyarországon 2004–2006 között a háztartások

11 MNB [2008c], 58. o.

12 HOLLÓ DÁNIEL [2007], 26–27. o.

13 HOLLÓ DÁNIEL [2007], 29. o.

14 MNB [2008c], 26. o.

hiteleinek 42,7 százaléka idegen valutában történt, addig Szlovákiában csak 1,7(!) százaléka; Csehországban pedig még ennél is kisebb az arány.<sup>15</sup>

A gondokat sokkal inkább a követett gazdaságpolitikában kereshetjük. A kétezres években állami szinten folytatódott a legrosszabb hagyományokat idéző, paternalista osztogatás, a reformokat kerülő, a szavazatokra és a népszerűségekre koncentráló sodródás. Ha visszagondolunk Antal Lászlótól kölcsönzött címünkre: „Mi változott s mi nem”, akkor sajnos a válasz világos. Talán annyi, hogy rosszabb lett a helyzet: jóval gyengébb most Magyarország, mint az ezredfordulón.

## KI KIT MENTSEN/MENTHET MEG – ÉS MITŐL VAGY KITŐL?

A jelenlegi nemzetközi pénzügyi válság egyik döntő eleme, hogy a mikroszinten felelőtlen hitelezési és hitelfelvételi gyakorlat externális hatása makroszinten sokkal nagyobb károkat okoz, mint az egyedi veszteségek összessége. Ez a hatás és kumulált kár most nemcsak egy országban vagy régióban eredményez egyelőre fel nem mérhető gondokat, de az egész, globális világ gazdaságában is. Ez persze visszahat az egyéni hitelezők helyzetére – nemcsak a felelőtlen háztartásokéra, hanem mindegyikére.

Magyarország országhockázata 2008-ban a legrosszabbak között található, s ez a követett fiskális politika következménye. A belső körülményeket és a nemzetközi tendenciákat figyelve azt mondhatjuk, hogy összességében a magyar lakosság zöme racionális módon és mértékben használta a hitelpiaci lehetőségeket. Persze, a monetáris kondíciókat szintén befolyásolta a fiskális politika helytelen menete, s maga terelte a devizahitelek felé. A magyar kereskedelmi bankok is prudens hitelpolitikát követtek, nemzetközileg korrekt standardok szerint jártak el. A kormány helytelen gazdaságpolitikája, a hatalmas országhockázati felár teheti tönkre az egyes háztartásokat, azok fizetik, fizethetik meg az elmúlt évek árát – kamatostul.

Az általános válságmenetrenddel szemben, ahol a mikroszintű felelőtlenség összességében nagyobb kumulált nemzetgazdasági veszteséget eredményezhet, Magyarországon most a makroszintű felelőtlenség szóródik szét az egyéni hitelfeltevők között, azok fizetnek magas felárat, valamint adókat. Ez jóval több lehet, mint egy másik országban, amely jobban vigyázott a gazdaságára, mondjuk Szlovéniában, Szlovákiában, ahol eljutottak az euróig, ami minden állampolgárnak sokkal nagyobb biztonságot jelenthet még ilyen viharos időkben is.<sup>16</sup> Az euro bevezetéséhez szükséges feltételek megteremtésének semmibevétele az elmúlt évek egyik legsúlyosabb hibája volt. A „fertőzési csatorna” nálunk felülről halad lefelé, s nem fordítva. A devizahitelek iránti jogos „büntudat” akár magyarázhatná is a kormány „mentőövnyújtó” szándékát, bár kétséges, hogy ez lenne a motiváció. De a büntudat sokkal több állampolgár iránt jogos.

A hibás fiskális politika, az országba vetett bizalom megrendülése, a hatalmas államadósság finanszírozási súlya azonban a fent jelzett módon nem csupán ezt a meghatározott

<sup>15</sup> DARVAS- SZAPÁRY [2008], 24. o.

<sup>16</sup> Persze az euro önmagában nem old meg minden gondot, különösen akkor nem, ha a nominális konvergencia feltételek „pillanatnyi” teljesítése mellett a reál konvergencia részleges, valamint a fenntartható növekedéshez szükséges reformok még hiányoznak, vagy befejezetlenek.

réteget sújtja, sújthatja, hanem gyakorlatilag minden magyar állampolgárt, akár több generáción át is. Az elmúlt évtized felelőtlenségének köszönhetően, a kormányzat kénytelen radikálisan restriktív politikát folytatni egy várhatóan amúgy is súlyos recesszió előtt. Ezért nálunk még súlyosabb visszaesésre lehet számítani, mint amelyet egyébként várhatnánk ebben a nagyon nyitott gazdaságban. A forintHITELESEK legalább ennyire érzik a kétségbeesetten magas kamat terheit, a vállalati szféra mind forintban, mind devizában szintén rendelkezik hitellel, s nincs könnyű helyzetben. Az import radikális megdrágulása sem válogat a hatásában. A terjedő pénzügyi bizalmatlanság, a reálszféra stagnálása, visszaesése mindenkét érintet. A kétségtelenül szükséges bank- és betétbiztonságot támogató lépéseket, ha bevéltásukra sor kerül, valakinek majd meg kell fizetnie. S mindez a költség és következmény akkor is megjelenik, ha olyan szerencsések és ügyesek lennénk, hogy nem történik velünk ennél is sokkal nagyobb baj.

A legfontosabb most éppen ez, a mostaninál is nagyobb gond kialakulásának elkerülése, amelyhez átfogó lépésekre van szükség, s nem az egyes csoportokat érintő – felelőtlen – ígéretekre. Leglényegesebb a forint stabilizálása, az államcsőd elkerülése, a fiskális politika hiteles fordulata, a reformok stratégiai elindítása és megvalósítása. Mindezekhez és mind ezeken keresztül meg kell szerezni a külső és belső bizalmat, vagy legalábbis megindulni felépítésének útján. Mindehhez többek között Antal László munkái adhatnak útmutatót.

Épp elég bajt okozott eddig is a fiskális politika, ideje lenne, hogy azzal foglalkozzon, ami a valóságos feladata: a felelősségteljes kormányzással. Igen komoly a helyzet, minden gazdasági szereplőt keményen fog érinteni, s mindenkinek a saját szférájában, a maga helyén kell megtennie, amit lehet és amit kell.

Az államnak a válság stratégiai kezelése, saját területének rendbe tétele a dolga. Olyan feltételeket és ösztönzőket kell teremtenie, hogy a bankok körültekintően hitelezzenek, a vállalatok fokozzák hatékonyságukat, és senki se költekezzék túlságosan. Az államnak nem ígérgetni kell a háztartásoknak és vállalatoknak, mert ez tovább növeli az államon való függést, és nem ösztönöz felelősségteljes viselkedésre. Különösen nem helyes úgy felpuhítani az adósok költségvetési korlátját, hogy a kormányzat hatalmi szóval felpuhítja a hitelezési rendszert, s ennek árát az elvileg független bankokra terheli. Jótékonykodni a saját pénzünkben illik, s nem úgy, hogy pisztolyt fogunk egy arra járó fejéhez, ezzel kényszerítve az adakozásra, s büszkén várva a hálálkodást.<sup>17</sup> Mint a bankszövetség elnöke az aláírást követően elmondta, „a bankszféra nem szorgalmazta annak létrejöttét, sőt, csak a kormány erőteljes nyomására fogadták el azt”.<sup>18</sup> Aztán persze könnyű mindezt elfelejteni, és arról panaszkodni, hogy nem fektetnek be Magyarországon a külföldi vállalatok, vagy esetleg elviszik innen leányvállalataikat.

Amúgy a pisztoly persze gumiból van, csakúgy, mint a megállapodás. Aminek a lényege annyi, hogy a bankok az üzletpolitikájukban, üzleti gyakorlatukban, a rájuk vonatkozó szabályok keretei között figyelnek az ügyfeleikre. Mint a „nagyszabású” megállapodás leszögezi: „a pénzintézetek képesek és készek arra, hogy a devizaalapú hitelnél szükség szerint

17 Lassan szokássá válik, hogy „ideiglenes” külön adót, bankokat sarcoló, extra adót vetünk ki Magyarországon a „rablótökére”. Mi már régen feltaláltuk a „Robin Hood-adót”. Ne felejtjük, hogy Robin Hood mégiscsak egy rabló volt. Igaz, hogy a gazdagokat célozta meg, de a kormányoktól eltérően, ő még csak a gazdag emberektől tudott pénzt elvenni. Azóta fejlődött a világ.

18 Kormányzati nyomásra sincs ingyenebéd, [www.index.hu](http://www.index.hu), 2008. november 7.

*alkalmazzák azokat a pénzintézetek üzletpolitikájában jelenleg is meglévő elemeket, amelyek csillapítják a nagymértékű árfolyam-ingadozásoknak az ügyfelekre gyakorolt, kedvezőtlen hatásait.*<sup>19</sup> Nyilvánvalóan a bankoknak is az az érdeke, hogy fizessenek az adósok, hiszen mindenkinek az a legrosszabb, ha el kell árverezni a lakást vagy az autót.

A kormány állítása szerint a devizahitelek esetében a nagymértékű árfolyam-ingadozásoknak a banki ügyfelekre gyakorolt, kedvezőtlen hatásait szeretné a bankokkal csillapítani. De mit is teszünk, tehetünk a magyar kormány fiskális politikájának, túlköltésének a saját állampolgáira gyakorolt „kedvezőtlen hatásával”?

Paternalista államunk, régi reflexeket követve, minden gondolkodás nélkül nyúl utána egy adódó érdekcsoportnak, politikai pecsenyét sütögetve, szavazatokban bízva. Ha már nincs mit szétosztani, akkor a pénzügyi szféra terhére próbál a kormány ígérgetni. Szegény devizahiteleseknek most már csak 30 százalékkal kell alacsonyabb törlesztőrészt fizetniük, mint azoknak, akik forintban adósodtak el! Nem kérdés, hogy azonnal segíteni kell nekik! A mentőöv persze tömör vasból van, segítheti az adósságban való elsüllyedést. Például az adósok december 31-ig plusz költség nélkül átválthatják forinthitelre svájcifránkalapú hitelüket. A magyar alapkamat a hiteltelen fiskális politikánk tükrévé 11,5 százalék, ugyanakkor a svájci franké lecsökkent 1,75 százalékra. Átválthatják, ha akarják – de a háztartások általában racionálisan döntenek.

A háztartásoknak és a vállalatoknak, valamint a bankoknak is szembe kell nézniük a nehezebb helyzettel, és racionálisan alkalmazkodniuk kell. Ez az ő feladatuk, bár – ismerve az elmúlt évtizedeket – mindenki az állam felé nyújtja majd kérő kezét. Az osztogatást azonban hiteltől fedeztük, s emiatt tartunk itt, ahol tartunk. A mostani helyzetben a korábbi hitelek finanszírozása is igen kétséges, nemhogy az újabbakkal való növelése. Ha nem lesz hiteles fiskális politikai váltás, akkor államcsőd és a forint összeomlása következhet be. Ez mind a háztartásokat, mind a vállalatokat sokkal nehezebb feltételek közé sodorná, mintha most önmaguk erejéből mindent megtennének a válság következményeinek kezelésére. A kormány „megmentjük a devizahiteleseket” típusú ígéretei éppen az elkerülhetetlen, egyéni felelősség és cselekvés ellen hatnak, halványra betegítve az *elszántság természetes színét*. Eközben pedig – akarva-akaratlan – saját valódi felelősségéről és tennivalóiról is eltereli a figyelmet.

Nem meglepő, hogy a kormány határozott, „tuti” mentőötlete a lakossági devizahitelek megmentésére sehol sem okozott nagy örömet. A nemzetközi intézmények 2008 novemberében, az Európai Unió tagországainál nem éppen tipikus esetként, hatalmas pénzügyi segítséget biztosítottak Magyarországnak számára. Miközben a kormány a válság hullámain megmentőként próbál feltűnni, maga és az ország szorult megmentésre. A külső segítség elkerülhetetlennek tűnt, de ennek sokféle ára van és lehet. Semmi sincs ingyen! A kreatívan könyvelő és kommunikáló kormány eddig sem igen növelte az ország jó hírét. A „nemzetközi klub”, ha már egyszer befogadta Magyarországot, nem hagyhatja cserben, mivel ezzel a klub egészének hitelességét veszélyeztetné. Megmenti, ha tudja, de nehezen felejt, akárcsak a pénzvilág és a hitelminősítők.

A változatlan populista szlogeneknek éppen a hosszú távú hatásai lehetnek a legkárosabbak. A kormány nem a saját dolgával foglalkozik, nem az önmagára vonatkozó tanulságokat

vonja le. A károkozó a kármentő mezében kíván feltűnni, előző minőségét elhomályosítani, azonban ezzel újabb károkat okoz. Az adósokat saját felelősségérzetükben gyengíti az állam látszólagos mentőöve. A kis- és középvállalatok versenyképességét a már régebben odaígért, valamint az infrastruktúra-fejlesztésből elvont EU-támogatások pótolják. A brüsszeli támogatásokat már igen sokféle mezben odaígérték. Korábban a dinamizálást, megugró növekedést, most a túlélést vizionálják – más pénzből. Pedig mind a kettőhöz csak segítséget nyújthatnak a vállalkozói hitelek; a kulcs csak az egyéni vállalkozó, illetve a háztartások kezében van és lehet. A hiteleket vissza kell fizetni, akár háztartás, akár vállalat, akár az állam az adós. Meg azt sem szabad elfelejteni, hogy az Európai Unió is a tagok pénzéből oszthat vissza, itt sincs ingyenebéd. A kormányzat ilyen magatartása megerősíti azokat a reflexeket, normákat, amelyek fenntartják az ország alacsony versenyképességét és az adófizetők alacsony arányát.

Mai helyzetünknek sokféle tanulsága is lehet, lehetne. A kormány és a politikai elit miatt többször táncolt már Magyarország az elmúlt évtizedekben a katasztrófa szélén, de eddig – így vagy úgy – elkerülte a legrosszabbat. Ennek ára és fedezete a külföldi eladósodás, következménye az ország hitelvesztése és a lemaradása. A politikai elitre nem jellemző a jó értelemben vett tanulékonyság. Eddig azt tanulta meg, hogy a felelőtlenség következményeit másra lehet hárítani. Az állampolgárok széles köre s több generációja fizeti e „tanulatlan-ság” árát. Az ország egyelőre ismét külső mentőövet kapott; nem lenne szabad felelőtlenül félreértelmezni a lélegzetvételt. Ha tényleg fel kell használni, vagy felhasználjuk a hatalmas hitelösszeget, az vagy nagy bajt jelent, vagy az „amit lehet, elköltünk” jelszavú, felelőtlen politika továbbélését.

Antal Lászlónál kevesen ismerték jobban a magyar fiskális politika természetét, a magyar politikai elit „jellemét”. Mégsem Jónásként járta útját a magyar Ninivében, nem katasztrófát jósolt. Pedig az elkeseredés, az évtizedes tehetetlenkedések sokszor előcsalják már a „*nekünk Mohács kell*” érzést, hogy végre magunkhoz térjünk. De ő jól tudta, hogy Mohács után nagyon sanyarú 150 év jött, megosztott Magyarország és hanyatlás. Antal rendíthetetlenül hitt az emberek, a politikusok jobbik énjében, s ehhez erőt saját magából merített újból és újra. Nem Jónás „*mord lelke*”, hanem az Úr megbocsátása hatotta át. Ő is várta, vagy legalábbis remélte, hogy számtalan írása, elemzése, „*szava kicsírázik mint a jó mag ha termőföldre hullott, s pislog mint a tűz mely titkon kigyulladt*”<sup>20</sup>. Bízunk mi is abban, ahogyan ő tenné, hogy végre mindenki a maga dolgát fogja végezni, s nem a felelőtlen ígéretések és az azokra várás egymást erősítő körének útvesztőjébe bolyongunk tovább. Most nem ennek az idejét éljük, s a pénzügyi vihar villámai talán még megvilágosodást is hozhatnak.



## IRODALOMJEGYZÉK

- ANTAL LÁSZLÓ [1979]: Fejlődés kitérővel. Pénzügykutató Intézet, Budapest
- ANTAL LÁSZLÓ [1985]: Gazdaságirányítási és pénzügyi rendszerünk a reform útján. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- ANTAL LÁSZLÓ [1988]: Hogy többé ne ismételthessen meg (A hetvenes évek ellenreform-folyamatának értékeléséhez). *Valóság*, 5. szám, 25–33. o.
- ANTAL LÁSZLÓ [1999]: Nemzetközi pénzügyi válság és a hazai gazdaságpolitikai dilemmák. *Gazdaság XXXII.* évf., 1999. 2. szám
- ANTAL LÁSZLÓ [2004]: Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest.
- ANTAL LÁSZLÓ [2007]: Mi változott és mi nem? Reformhullámok és stagnáló szakaszok váltakozása Magyarországon. In: MURAKÖZY L. (szerk.) [2007] 48–79. o.
- ANTAL LÁSZLÓ [2008]: Reformok – várakozások – determinációk. Előadás „A jelen a jövő múltja. Járatlan utak – járt úttalanságok” című konferencián, Debrecen, 2008. március 28.
- DARVAS ZSOLT–SZAPÁRY GYÖRGY [2008]: Az euroövezet bővítése és eurobevezetési stratégiák. Argenta Zrt., Budapest
- EATWELL, JOHN [2007]: Risk Management and Systemic Risk. In: ESTRIN, SAUL–KOLODKO, W. GRZEGORZ–UVALIC, MILICA (szerk.) [2007], 247–262. o.
- ESTRIN, SAUL–KOLODKO, W. GRZEGORZ–UVALIC, MILICA (szerk.) [2007]: Transition and Beyond. Essays in Honor of Mario Nuti. Palgrave MacMillan, Houndsmill, Hampshire és New York
- Eurostat [2008]: European Economic Statistics 2008. Eurostat, Luxemburg
- IMF [2004]: Financial Sector Regulation: Issues and Gaps. International Monetary Fund, Washington D.C.
- HOLLÓ DÁNIEL [2007]: Háztartási eladósodottság és pénzügyi stabilitás, félünk kellene. MNB-szemle, 2007. november, 22–29. o.
- KOLOS TAMÁS–TÓTH ISTVÁN GYÖRGY (szerk.) [2008]: Társadalmi Riport 2008. TÁRKI, Budapest
- KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle* LV. évf., 7–8. szám, 573–621. o.
- LÁMFALUSSY SÁNDOR [2008]: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest
- MNB [2008a]: Elemzés a konvergenciafolyamatokról. Magyar Nemzeti Bank, 2008. március, Budapest
- MNB [2008b]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Magyar Nemzeti Bank 2008. április, Budapest
- MNB [2008c]: Jelentés a pénzügyi stabilitásról. Magyar Nemzeti Bank 2008. október, Budapest
- MURAKÖZY LÁSZLÓ (szerk.) [2007]: Fecseg a felszín és hallgat a mély. Tudatok és tudatalattik a gazdaságpolitikában. Akadémiai Kiadó, Budapest
- TANZI, VITO [2007]: Complexity and Systemic Failure. In: ESTRIN, SAUL–KOLODKO, W. GRZEGORZ–UVALIC, MILICA (szerk.) [2007], 229–246. o.
- OHNSORGE-SZABÓ LÁSZLÓ–ROMHÁNYI BALÁZS [2007]: Hogy jutottunk ide: magyar költségvetés 2000–2006., *Pénzügyi Szemle* 2007/2. szám, 239–285. o.
- Pénzügyminisztérium [2008]: Megállapodás a devizaalapú hitellel rendelkező hitelintézeti lakossági ügyfelek részére rendelkezésre álló, a törlesztési összegek emelkedéséből adódó terhek mérséklését célzó pénzügyi eszközökről, www2.pm.gov.hu, 2008. november 9.